

安琪酵母 (600298.sh)

多管齐下、业绩有望更上一层楼

汤玮亮 研究员

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

投资分析要点

(1) 09 年增长态势良好, 2010 年仍在继续。09 年产销量大幅增长, 酵母产品应用的新领域取得突破, 酿酒酵母、饲料酵母、保健品销售态势良好。2010 年 1、2 月份继续保持良好的增长态势。

(2) 股权激励完成, 高管和中层干部的积极性被释放。完成股权激励之后, 公司管理层和中层干部动力更足。另外, 公司表示对于 06 年之后新入司、未获得股权的中层干部将尽快出台新的激励方案。

(3) 公司的成长空间还很大。面食酵母人均消费量与国外差距较大; 国外市场拓展模式成熟、空间更大; 面用酵母之外领域的新推广, 如燃料乙醇、饲料酵母、保健品等。

(4) 预计竞争对手新产能投放, 不会对公司构成较大威胁。从乐斯福、马利的初步意向看, 可能在国际市场出货。公司渠道掌控能力优秀, 服务能力强, 竞争对手难以复制。

(5) 2010 年糖蜜收购价格上涨, 公司有多种方式应对, 预计对业绩影响不大。2010 年广西糖蜜平均价格 700 多元/吨, 糖蜜价格与去年相比上涨了 200-300 元。新疆糖蜜价格变化不大, 800 多元/吨。公司国内已处于垄断地位, 国内也可通过提价的方式转嫁成本压力。公司也鼓励销售人员多销售高毛利率产品。

股价表现的催化剂

定增方案获批。税收政策获得新优惠。保健品业务盈利大幅增长。

盈利预测和投资评级

2010-12 年实现 EPS 0.91、1.12、1.41 元, 若考虑定增, 则可实现 EPS 1.13、1.39、1.75 元, 给予“买入”的投资评级。

风险提示

定向增发方案未能如期获批。糖蜜价格上涨的影响超出我们的预期。

公司评级

买入

当前价格(元)	33.71
目标价格(元)	40.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	2.87%	5.38%	196.09%
上证综指	3.10%	-5.13%	49.51%

股票数据

总股本(万股)	27,140.00
流通 A 股(万股)	27,140.00
主要股东:	

湖北安琪生物集团有限公司

主要股东持股比例	47.81%
流通 A 股比例	100.00%

财务比率

ROE	20.20%
ROA	8.98%
资产负债率	48.87%
每股净资产(元)	3.83

2009 年报数据。

近期我们参加了安琪酵母的股东大会。我们围绕下面5个问题，与公司管理层进行了交流：

- 公司近期的生产、销售情况？
- 公司未来的增长空间来自于哪里？
- 糖蜜成本上升如何应对？
- 竞争对手新产能投放，竞争是否有加剧的风险？
- 所得税政策变化情况？

公司近况

09年产销量大幅增长，酵母产品应用的新领域取得突破，酿酒酵母、饲料酵母销售态势良好。

2009年酵母产量约为7.5-7.6万吨，下游产品销量超过8万吨。

- 面用酵母销量超过30%，国外销量占比已超过50%。酵母味素产量接近9000吨，增幅接近30%。
- 09年销售酿酒酵母3000多吨，出口销量大幅增加，美国酿酒酵母销售接近1000吨。
- 保健品实现收入8000万左右，从07年亏损、08年微利、09年实现盈利，2010年计划实现1.2亿的销售收入。
- 国外市场。中东、非洲、东南亚、南美、美国增长良好，中亚市场饱和、增速放缓。

2010年产能继续扩张

- 2010年公司崇左三期新增1.5万吨，崇左三期将于2010年11月投入使用。新疆技改新增产能2000吨。
- 埃及新建项目地已经批好了，也已汇款过去，2011年建成1.5万吨，未来可能在当地持续建厂。
- 马利、乐斯福2万多吨新产能都将于6、7月份投产，但预计对安琪冲击不大。
- 公司在新疆伊犁是否投建3期产能还未定，主要担心中粮的威胁。

2010年1、2月份经营继续保持良好的增长态势。

- 受春节因素的影响，2010年1月份销售收入同比增速较快，2月份增速放缓，1、2月份总体保持了良好的增长态势。
- 1、2月份公司加大了对市场的开拓力度，过完年之后公司的销售人员最早回到工作岗位。
- 完成股权激励之后，公司管理层和中层干部动力更足。另外，对于06年之后新入司、未获得股权的中层干部，公司也表示会尽快出台新的激励方案。

公司未来的成长空间？

公司已成为业内酵母行业的龙头企业，未来的成长空间在哪里？我们与公司也重新探讨了问题。

国内酵母行业未来成长的空间还很大。

- 面食酵母人均消费量与国外差距较大。按照欧盟人均消费酵母2.5公斤，韩国0.5-1公斤，而中国人均占有量大大低于该数值。国内面食消费量增加。
- 国内面包、包子消费量增大，面食消费人群增加。98年以前公司的主销区在长江以北，而98年以后长江以南的销量大幅增加。

国外市场拓展模式成熟、空间更大。公司现拓展区域均为传统的面食消费区域，如中亚、中东、非洲、南美等，公司通过差异化、性价比高的产品抢夺了其他酵母企业的市场份额。现阶段，中亚市场主要由伊犁厂提供，中亚市场略显饱和。非洲、东南亚由广西提供。非洲、东南亚、南美、美国市场潜力仍很大。

面用酵母之外领域的新推广。安琪酵母的酿酒酵母解决了耐受高温的问题，可以承受42度的高温，公司已经占有国内燃料乙醇90%的市场份额。09年在美国推广情况良好，经销商代理公司产品热情很高，实现了接近1000吨的销量，出口量增幅超过50%。公司正在推广直接面向终端消费者烘焙原料产品，虽然制定的目标不高、尚未开始宣传，但预期市场前景很好。

糖蜜成本上升压力如何应对？

2010年广西糖蜜平均价格700多元/吨，糖蜜价格与去年相比上涨了200-300元。新疆糖蜜价格变化不大，800多元/吨。

公司可应对成本上涨、稳定盈利能力。

- 有可能直接提价应对成本上涨。考虑到安琪在国内的垄断地位，产品直接提价对需求影响不大。
- 鼓励销售人员多卖高毛利率产品。
- 销售费用率下来。国外收入占比的提高、生产规模扩大，销售费用率还有进一步下调的空间。

行业竞争格局？

2010年马利、乐斯福将新增2万多吨产能，预计影响不大。

- 从乐斯福、马利的初步意向看，可能在国际市场出货。
- 公司渠道掌控能力优秀，服务能力强，竞争对手难以复制。公司现有2000多名经销商，公司在乐斯福、马利的渠道要到这种水平，至少需5年。国内酵母比国外贵10%以上。

我们也归纳了公司核心竞争力:

- 拥有持续创新能力, 提供差异化的产品, 重视应用领域的研究。
- 能快速上生产线、快速复制。
- 服务意识好, 注重品牌建设。

所得税政策变化情况?

新疆免税期结束, 可能继续申请到新的税收优惠政策。若无法申请到新的优惠政策, 也可能设立新厂, 投建伊犁三期1.5万吨。

广西, 将延续减半政策。

盈利预测和投资评级

2010-12年实现EPS 0.91、1.12、1.41元, 若考虑定增, 则可实现EPS 1.13、1.39、1.75元, 给予“买入”的投资评级。

风险提示

定向增发方案未能如期获批。糖蜜价格上涨的影响超出我们的预期。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	89	68	78	186	
应收账款	97	119	143	174	
预付款项	44	54	65	79	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	34	42	50	61	
存货	410	506	612	742	
流动资产合计	680	789	949	1243	
长期股权投资	0	0	0	0	
固定资产	1492	1772	2228	2702	
在建工程	66	66	66	66	
无形资产	86	106	128	156	
长期待摊费用	1	0	0	0	
递延所得税资产	14	5	5	5	
非流动资产合计	1661	1949	2427	2929	
资产总计	2341	2738	3376	4171	
短期借款	473	584	705	855	
应付票据	347	313	378	458	
应付账款	141	167	201	244	
预收款项	30	35	40	45	
应付职工薪酬	41	41	45	50	
应交税费	14	14	14	14	
应付利息	3	3	4	5	
应付股利	32	30	36	42	
其他应付款	30	30	30	30	
流动负债合计	1128	1216	1453	1743	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	2	0	0	0	
预计负债	0	0	0	0	
递延所得税负债	0	0	0	0	
非流动负债合计	16	0	0	0	
负债合计	1144	1216	1453	1743	
股本	271	271	271	271	
资本公积	254	254	254	254	
盈余公积	82	82	82	82	
未分配利润	434	654	927	1271	
少数股东权益	156	260	389	551	
负债股东权益总计	2341	2738	3376	4171	
每股净资产(元)	12.80	16.28	20.57	25.97	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	1686	2084	2517	3053	
营业成本	1066	1342	1607	1932	
营业税金及附加	12	14	17	21	
销售费用	200	229	272	324	
管理费用	88	104	126	153	
财务费用	29	21	25	31	
资产减值损失	6	0	0	0	
公允价值变动收益	-1	0	0	0	
投资收益	6	0	0	0	
营业利润	291	373	470	593	
营业外收入	19	15	10	10	
营业外支出	1	0	0	0	
利润总额	310	388	480	603	
所得税费用	11	39	48	60	
净利润	299	350	432	543	
归属于母公司净利润	210	245	303	381	
少数股东损益	89	104	129	162	
EPS(元)	0.78	0.91	1.12	1.41	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	249	292	461	476	
投资活动现金流量	-261	271	456	474	
筹资活动现金流量	58	111	121	150	
现金及现金等价物净增加额	45	131	126	151	
期末现金余额	89	220	346	497	
每股经营活动现金流(元)	0.92	1.08	1.71	1.76	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	29%	24%	21%	21%	
营业利润增长率	100%	28%	26%	26%	
毛利率	37%	36%	36%	37%	
营业利润率	17%	18%	19%	19%	
净利率	12%	12%	12%	12%	
净资产收益率	18%	16%	16%	16%	
总资产收益率	9%	9%	9%	9%	
流动比率	1	1	1	1	
资产负债率	49%	44%	43%	42%	
所得税税率	4%	10%	10%	10%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

安琪酵母(600298)行情走势



相关研究报告

安琪酵母(600298.sh)	汤玮亮	2009-05-13
-----------------	-----	------------

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。